

**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ
В БАНКОВСКОЙ СФЕРЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ****Елена Анатольевна ФЕДОРОВА^a, Павел Игоревич РЫБАЛКИН^b**

^a доктор экономических наук, профессор кафедры финансового менеджмента, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Российская Федерация
ecolena@mail.ru

^b студент факультета экономики, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Российская Федерация
rybalkinpavel93@gmail.com

• Ответственный автор

История статьи:

Принята 03.08.2015

Одобрена 21.10.2015

УДК: 336

JEL: G21, G34

Аннотация

Цели и задачи. Цель исследования – оценка эффективности осуществленных сделок слияния и поглощения в российском банковском секторе в период 2006–2014 гг. и выявление факторов, на них влияющих. В рамках достижения данной цели в исследовании были поставлены следующие гипотезы. Гипотеза 1: в ходе совершения сделок слияний и поглощений компания-покупатель достигает положительной накопленной избыточной доходности на краткосрочном «окне» наблюдения. Гипотеза 2: характеристики сделки (размер приобретаемой доли, страна, диверсификация) по-разному влияют на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя в зависимости от периода, в котором была совершена сделка (до, во время, после кризиса).

Методология. Систематизированы и описаны основные подходы к оценке эффективности слияний и поглощений, особое внимание уделяется методу накопленной избыточной доходности. В качестве методологии исследования применялся метод накопленной избыточной доходности, который базируется на предположении о том, что рыночные котировки учитывают все происходящие с компанией события. Рассчитав доходность по акциям компании и сравнив ее с нормальной на тот момент доходностью, можно определить, эффективна сделка для акционеров или нет. В работе показатель нормальной доходности рассчитывался по индексу ММВБ, избыточная доходность рассчитывалась для трех периодов: $(-7;+7)$, $(-4;+4)$, $(-1;+1)$, где 0 – дата официального анонсирования сделки. Эмпирическая база включает в себя 166 сделок слияния и поглощения в российском банковском секторе в период 2006–2014 гг.

Результаты. На основе статистического анализа первая гипотеза была подтверждена. На минимальном «окне» наблюдения $(-1;+1)$ отрицательное значение избыточной накопленной доходности встречается реже, чем на более длинных «окнах» $(-7;+7)$ и $(-4;+4)$. Вторая гипотеза также была подтверждена. До кризиса и в течение него сделки диверсификации приносили положительную избыточную доходность на «окне» наблюдения $(-7;+7)$. До кризиса на накопленную избыточную доходность на «окне» наблюдения $(-4;+4)$ положительно влияли сделки, осуществленные внутри банковского сектора. В период кризиса такой же эффект оказывали сделки диверсификации. Было доказано, что в сделках диверсификации положительная накопленная избыточная доходность достигается реже, чем при сделках концентрации капитала в одной отрасли.

Ключевые слова: акции, банки РФ, избыточная доходность, рыночная доходность, сделки

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Введение

За последние 15 лет мировой рынок сделок слияний и поглощений дважды достигал рекордных значений как по объему производимых сделок, так и по их количеству. Согласно данным Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances¹ первый рекорд был зафиксирован в 1999–2000 гг. – 40 тыс. сделок общей стоимостью 4 трлн долл. США, второй в 2007 г. – 48 тыс. сделок общей стоимостью 4,8 трлн долл. США. Именно эти два бума и послужили популяризации данной тематики в целом и научных исследований в

частности. Поскольку совершение сделки влечет существенные траты для компании-покупателя (средний объем сделки в 2007 г. составил 100 млн долл. США)², был поставлен вопрос о целесообразности их осуществления.

Вопрос оценки эффективности сделок слияний и поглощений остается дискуссионным, при оценке такой эффективности используется несколько методов. Два из них (избыточной доходности и анализ финансовой отчетности) являются более популярными в научных работах по данной тематике [1–10] благодаря удобству применения,

¹ URL: http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide

² URL: http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide

так как данные отражаются в количественном выражении. Результаты проведенного литературного обзора и краткая характеристика каждого из методов приведены в табл. 1.

Каждому из данных четырех методов свойственны определенные преимущества и недостатки. Их наиболее подробно осветил Р. Брунер [11]. Метод анализа финансовой отчетности позволяет получить достоверные результаты, так как все показатели рассчитываются на основе проверенных аудитором данных. Однако если ориентироваться только на данную информацию, крайне сложно оценить с высокой точностью влияние произведенной сделки на консолидированный денежный поток от операционной деятельности.

В методе опроса менеджеров можно проследить степень влияния осведомленности управленцев о скрытой от рынка информации, что является плюсом. Но полезность для менеджера не всегда совпадает с наличием полезных эффектов для акционеров компаний – основных бенефициаров совершения любых изменений и реорганизаций в бизнесе. Помимо этого, многие менеджеры отказываются проходить опросы, соглашаясь на участие примерно 10%.

При анализе конкретной сделки мы добиваемся подробного изучения всех ее особенностей, однако полученные результаты трудно перенести на любую другую сделку, даже из этой же отрасли.

Главным инструментом для расчета положительного эффекта для акционеров является метод накопленной избыточной доходности (CAR). Он базируется на предположении о том, что рыночные котировки учитывают все происходящие с компанией события. Таким образом, если рассчитать доходность по акциям компании и сравнить ее с нормальной на тот момент доходностью, можно определить, эффективна сделка для акционеров или нет. Однако не стоит недооценивать степень упрощений данного метода. Главным условием для его осуществления является наличие на рынке рациональных инвесторов, оценивающих в полной мере все возможные исходы и результаты сделок по слиянию и поглощению, только в данном случае котировки акций компании будут репрезентативны для исследования. Осложняет положение тот факт, что инвесторы получают доступ к информации о планируемой или уже совершенной сделке в разное время, таким образом, рыночный эффект может проявиться в

различное время, не обязательно в день объявления о сделке. Эту проблему можно нивелировать в каждой работе путем выбора нескольких окон наблюдения разной длины (в днях). Также дополнительным способом увеличить достоверность результатов является расширение выборки исследования. Чаще всего в подобных работах анализируются сделки за 5–10 лет.

Для расчета нормальной доходности используется модель оценки капитальных активов CAPM, доходность аналогичных и сравнимых по риску с акциями компании ценных бумаг или рыночный индекс (включает в себя основные компании из всех отраслей данного рынка). В нашем исследовании будет применен вариант с заданием нормальной доходности, равной доходности рыночного портфеля (индекса). Использование данного метода удобно при ситуации, когда одна и та же компания-поглотитель совершает более одной сделки за год. Если руководствоваться работой С. Брауна и Дж. Уорнера [12], можно сказать, что использование ежедневных котировок позволяет избежать различий в статистическом аппарате.

В используемой в нашем исследовании выборке все акции всех компаний торгуются на Московской бирже, поэтому показатель нормальной доходности рассчитывался по индексу ММВБ. Избыточная доходность рассчитывалась для трех периодов: $(-7;+7)$, $(-4;+4)$, $(-1;+1)$, где 0 – дата официального анонсирования сделки. Анализ на двухдневном «окне» позволяет избавиться от всех корпоративных событий, кроме исследуемого. Однако в силу несовершенства рынка и информации инвесторы могут узнавать о сделке за несколько дней до ее оглашения. Чтобы определить в таком случае уровень избыточной доходности, применялись «окна» длиной в 15 и 9 дней соответственно.

В нашей работе использован следующий алгоритм расчета накопленной избыточной доходности. Во-первых, рассчитаны дневные доходности акций компаний-покупателей, а также дневные доходности по индексу за соответствующие даты. При этом была применена следующая формула:

$$R_t = 100\% (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1},$$

где R_t – доходность компании в день t ,

P_t – цена акций компании в день t ,

P_{t-1} – цена акций компании в день $t-1$.

Далее мы рассчитывали избыточную доходность акций компании-покупателя на каждый день в периоде наблюдения по формуле

$$AR_i = (CR_i - IR_i),$$

где CR_i – дневная доходность компании в день i ;

IR_i – дневная доходность соответствующего индекса в день i .

После этого рассчитывается накопленная избыточная доходность за период наблюдения по формуле

$$CAR = \sum_j AR_j,$$

где j – количество дней в «окне» наблюдения.

Показателем эффективности проведенной сделки была выбрана накопленная избыточная доходность. В рамках нашего исследования были выдвинуты следующие гипотезы.

Гипотеза 1. В ходе совершения сделок слияний и поглощений компания-покупатель достигает положительной накопленной избыточной доходности на краткосрочном «окне» наблюдения.

В работах А. Wong, Kui Yin Cheung [6] и Е. Pablo [13] было исследовано влияние «окна» наблюдения на накопленную избыточную доходность компании-покупателя. Е. Pablo доказал на примере 953 сделок слияний и поглощений латиноамериканских компаний, что накопленная избыточная доходность как при международных, так и при внутренних сделках отрицательная на «окнах» наблюдения $(-5;+5)$ и $(-1;+1)$. Данная гипотеза была подтверждена А. Wong и Kui Yin Cheung, исследовавшими более 600 сделок, осуществленных в Китае в 2000–2007 гг., однако в работе И.В. Ивашковской, С.А. Шамраевой, Е.Е. Григориади [10], исследовавших российский рынок слияний и поглощений в 1997–2008 гг., было обнаружено, что положительная накопленная избыточная доходность достигается в районе даты анонсирования сделки.

На «окне» наблюдения $(-1;+1)$ также была обнаружена положительная доходность в работах N. Rani, P.K. Jain [14] и S. Seghal, S. Banerjee, F. Deisting [15]. И мы, присоединяясь к предыдущим авторам, предполагаем, что в большинстве сделок (51%+) будет обнаружена положительная накопленная избыточная доходность на «окнах» наблюдения $(-1;+1)$.

Гипотеза 2. Характеристики сделки (размер приобретаемой доли, страны компании-цели, диверсификация) по-разному влияют на значение накопленной избыточной доходности компании-покупателя в зависимости от периода, в котором была совершена сделка (до, во время, после кризиса).

Ученые М.Е. Akbulut, J.G. Matsusaka [16] провели исследование над сделками, осуществлявшимися с целью диверсификации, проходившими на протяжении 57 лет. В результате они пришли к выводу, что средняя накопленная избыточная доходность компании-покупателя является отрицательной в районе $-0,6\%$. Н. Shahrur, А. Venkateswaran [17] по результатам исследования 816 сделок слияний и поглощений американских компаний в целях диверсификации пришли к выводу, что CAR для акционеров компании-покупателя отрицателен.

Эмпирическая база исследования

В рамках данной работы была исследована эффективность осуществленных сделок слияния и поглощения в российском банковском секторе в период 2006–2014 гг. Под банковским сектором понимается то, что все сделки из выборки были инициированы банком (не каким-либо иным типом финансово-кредитной организации). Классификация сектора была выбрана как «Banks» в аналитической базе Zephyr. В качестве основного источника информации об осуществленных сделках использовалась база Zephyr, были отобраны завершённые сделки, по результатам которых компания-поглотитель приобрела контрольный пакет в компании-цели. Также были применены следующие фильтры:

- 1) страновой – в выборке в качестве компании-покупателя выступает российский банк, совершающий трансграничную или внутрискановую сделку;
- 2) отраслевой – рассматривались сделки диверсификации, а также сделки горизонтальной интеграции;
- 3) временной – все сделки с января 2006 г. по декабрь 2014 г.;
- 4) дополнительный – акции компании-покупателя должны обязательно котироваться на рынке.

Таким образом, в первоначальную выборку вошло 295 сделок слияния и поглощения (рис. 1).

Однако данная выборка из 295 сделок претерпела изменения в силу того, что многие банки произвели процедуру делистинга акций с фондового рынка, а архивы котировок компаний «Финам» и «РБК» не содержат информацию по данным исторических цен на ценные бумаги компаний, больше не торгуемых на бирже. В конечном итоге рабочая выборка составила 166 сделок. Наибольшее количество объявлений о совершенных сделках было зафиксировано в 2009 г. – 33 штуки. В 2006, 2008, 2010, 2012 и 2014 гг. было завершено примерно одинаковое количество сделок – 20 штук. Худшим в нашей выборке оказался 2013 г. – всего 9 завершённых сделок. В 2011 и 2007 г. состоялось 11 и 14 сделок соответственно. В качестве источника информации о данных котировок ММВБ для осуществления расчетов *CAR* была использована общедоступная база котировок РБК. Данные о ежедневных курсах доллара и евро были получены с сайта Банка России.

Результаты исследования

Описательная статистика избыточной доходности компании-покупателя по всей выборке из 166 сделок приведена на рисунках в соответствии с «окнами» наблюдения ($-7;+7$ – рис. 2), ($-4;+4$ – рис. 3), ($-1;+1$ – рис. 4).

Данные гистограммы показывают частоту значений накопленной избыточной доходности и соответствующие выборочные статистики, а именно: математическое ожидание (Mean), медиану (Median), максимальное значение (Maximum), минимальное значение (Minimum), стандартное отклонение (Std. Dev.), коэффициенты асимметрии (Skewness) и эксцесса (Kurtosis), а также значение статистики Харке-Бера (Jarque-Bera) с соответствующим *P*-значением (Probability). Одним из ключевых показателей для анализа является значение стандартного отклонения, демонстрирующее как сильно «разбросаны» значения выборки вокруг среднего. Наибольшее значение данного показателя у модели, рассматривавшей избыточную доходность на «окне» ($-7;+7$), – 12,6%.

Средняя накопленная избыточная доходность сделок за весь период положительна на «окнах» наблюдения ($-7;+7$) и ($-1;+1$), хотя и близка к нулю. Однако на «окне» ($-4;+4$) средняя избыточная доходность отрицательна, хотя также близка к нулю. При этом медианы всех рядов отрицательны. Такие неоднозначные результаты могут объясняться тем, что данные относятся к разным годам и, соответственно, подвергаются

влиянию различных макроэкономических, политических и других подобных факторов. Рассмотрим распределение накопленной избыточной доходности по годам выборки с 2006 по 2014 г. (табл. 2).

При анализе доходности ($-7;+7$) можно отметить, что среднее значение накопленной избыточной доходности (математическое ожидание) было отрицательным в 2006, 2007, 2012, 2013 гг. При этом медиана отрицательна в 2006, 2007, 2008, 2011, 2012 и 2013 гг. Стоит отметить, что стандартное отклонение значений от среднего довольно низкое, поэтому мы будем опираться при анализе именно на среднее значение, которое в большинстве случаев положительно. Наибольшее значение *CAR* (49,8%) относится к покупке ОАО «Банк ВТБ» холдинга «Балтимор» в 2008 г. Наименьшее ($-37,08\%$) – к покупке ОАО «Банк Москвы» банка ОАО «Bezhitsa-bank» также в 2008 г.

Что касается доходности на «окне» наблюдения ($-4;+4$), среднее значение накопленной избыточной доходности было отрицательным в 2006, 2008, 2012 и 2013 гг., а медиана – в 2006, 2007, 2008, 2011, 2012 и 2013 гг. В целом прослеживается сходная динамика среди значений доходности за периоды ($-7;+7$) и ($-4;+4$). Наибольшее значение *CAR* (+22,89%) относится к покупке компанией ОАО «РОСБАНК» компании ООО «Русфинанс банк» в 2010 г. Наименьшее значение *CAR* ($-21,38\%$) относится к покупке ПАО «Сбербанк России» активов ЗАО «Амбит-Сервис» в 2009 г. Мы видим, что диапазон значений доходности за период ($-7;+7$) больше, что вполне объяснимо, так как период анализа в этом случае длиннее.

На «окне» наблюдения ($-1;+1$) среднее значение накопленной избыточной доходности было отрицательным в 2006, 2008 и 2012 гг., а медиана – в 2006, 2008 и 2012 гг. Таким образом, на минимальном «окне» наблюдения отрицательное значение избыточной накопленной доходности встречается реже, чем на более длинных «окнах» ($-7;+7$) и ($-4;+4$). Наибольшее значение *CAR* (26,71%) относится к покупке компанией ОАО «РОСБАНК» компании ЗАО «Дельтакредит» в 2010 г. Наименьшее значение *CAR* ($-15,72\%$) относится к покупке ОАО «РОСБАНК» активов компании «Небанковская кредитная организация» в 2008 г. В целом мы видим, что диапазоны значений доходности за периоды ($-7;+7$) и ($-4;+4$) больше, что вполне объяснимо, так как период анализа в тех случаях был длиннее.

Рассмотрев приведенные статистические данные, мы приходим к выводу, что гипотеза 1 о том, что при совершении сделок слияния и поглощения российскими компаниями из банковского сектора избыточная доходность компании-покупателя положительна на маленьком «окне» наблюдения, подтвердилась. Данные результаты полностью совпадают с выводами И.В. Ивашковской, С.А. Шамраевой, Е.Е. Григориади [10], а также N. Rani, Y.S. Surendra, P.K. Jain [14], S. Seghal, S. Banerjee, F. Deisting [15] и Е.А. Федоровой и Е.И. Изотовой³. Таким образом, на примере выборки, состоящей из 166 сделок слияния и поглощения, было подтверждено, что в большинстве сделок достигается положительная избыточная накопленная доходность на «окне» (-1;+1).

Перейдем к рассмотрению результатов проверки гипотезы 2. Для того чтобы проверить гипотезу и проанализировать их на трех периодах, необходимо сначала установить временные рамки. В нашей работе:

- докризисным периодом называется период с января 2006 по конец августа 2008 г.;
- кризисным периодом называется период с сентября 2008 по декабрь 2009 г.;
- послекризисным периодом называется период с января 2010 по декабрь 2014 г.

Вторая гипотеза исследует эффект, оказываемый на избыточную доходность параметрами сделки. В качестве параметров была использована информация о приобретаемой доле, доле после сделки, отраслевой идентичности компании-цели и компании-покупателя. Если в ходе сделки компания-покупатель приобретала более 51% акций компании-цели, то фактор *ACQS* (приобретаемая доля в компании-цели) принимал значение, равное 1, если менее 51% – значение 0. Если в результате сделки у компании-покупателя увеличивалась доля в акционерном капитале компании-цели до 99–100%, значение фактора *FINS* (итоговая доля в компании-цели после сделки) принималось равным 1. В случае если итоговая доля становилась равной 51–98,9%, то фактор *FINS* становился равным 0. Соответственно, при сделке по диверсификации фактор *DIVER* (сделка диверсификации) принимал значение 1. Если же сделка была совершена с

представителем банковского сектора, то этот фактор принимал значение 0. На рис. 5 представлены результаты того, как фактор *DIVER* влиял на избыточную доходность на трех «окнах» наблюдения до мирового финансового кризиса 2008 г.

По результатам рассмотрения рис. 5 можно определить, что в большинстве сделок диверсификации была достигнута положительная избыточная доходность на «окне» наблюдения (-7;+7). С использованием аналогичной методики было выявлено, что в половине сделок диверсификации была достигнута положительная избыточная доходность на «окне» наблюдения (-4;+4). В то же время в сделках диверсификации не было обнаружено положительной избыточной доходности на «окне» (-1;+1). В большинстве сделок внутри сектора была обнаружена положительная избыточная доходность на «окне» наблюдения (-4;+4). Следовательно, до кризиса положительная избыточная доходность достигалась при сделках диверсификации на «окне» (-7;+7). Внутриотраслевые сделки слияния и поглощения оказывались доходными на «окне» наблюдения (-4;+4).

На основании расчетов можно отметить, что в большинстве сделок диверсификации была обнаружена доходность на «окнах» (-7;+7), (-4;+4). Сделки, произведенные внутри банковского сектора, не показали какой-либо тенденции. Причиной этого могло послужить подавляющее число сделок диверсификации в кризис. Таким образом, в период кризиса сделки диверсификации преимущественно показали положительную избыточную доходность на «окнах» (-7;+7), (-4;+4).

В период после кризиса в большинстве сделок диверсификации была достигнута положительная избыточная доходность на «окне» (-4;+4). На остальных «окнах» наблюдения выделить определенной тенденции не удалось. Сделки внутри банковского сектора, которых в данном периоде было меньше, чем сделок диверсификации, преимущественно показали избыточную доходность на «окне» (-4;+4).

По итогам анализа была составлена сводная табл. 3, в которой содержится информация о том, в каком периоде, на каком «окне» наблюдения фактор диверсификации/концентрации бизнеса положительно влияет на доходность.

Таким образом, можно проследить тенденцию, что до кризиса и в течение него сделки диверсификации приносили положительную

³ Федорова Е.А., Изотова Е.И. Влияние макроэкономических факторов на рынок слияний и поглощений в энергетической отрасли в России на основе применения теста Грэнджера на каузальность // Финансы и кредит. 2014. № 46. С. 2–9.

избыточную доходность на «окне» наблюдения $(-7;+7)$. До кризиса на положительную избыточную доходность на «окне» наблюдения $(-4;+4)$ положительно влияли сделки, осуществленные внутри банковского сектора. В период кризиса такой же эффект оказывали сделки диверсификации. В то время как после кризиса при всех сделках в целом в большинстве случаев достигается положительная доходность на «окне» наблюдения $(-4;+4)$. Таким образом, гипотеза о том, что в разные периоды фактор диверсификации влиял на положительную доходность по-разному, подтверждается.

Перейдем к анализу того, как на избыточную накопленную доходность влияет приобретаемая компанией-покупателем доля, а также итоговое количество акций компании-цели в ее распоряжении. Были заданы следующие значения факторов. Фактор *ACQS* принимал значение 0, если компания-покупатель приобретала меньше 51% акций компании-цели, и принимал значение 1, если компания-покупатель приобретала больше 51%. Фактор *FINS* был задан следующим образом: 1 – если итоговая доля компании-покупателя в акционерном капитале компании-цели составляла более 99%, и 0 – если итоговая доля компании-покупателя составляла 51–99%. Итоговая информация по тому, в какой период на каком «окне» была определена положительная избыточная доходность, собрана в табл. 4.

Как можно определить из табл. 4, во все временные периоды, независимо от условий сделки по количеству приобретаемых акций, положительная избыточная доходность была определена в большинстве сделок на «окне» $(-4;+4)$. Такие же результаты были обнаружены на «окне» наблюдения $(-7;+7)$. Однако до кризиса и после кризиса в большинстве сделок не была определена положительная или отрицательная доходность на «окне» $(-1;+1)$. Таким образом, гипотеза о том, что в разные периоды фактор приобретаемой доли влиял на положительную доходность по-разному, подтверждается.

Рассмотрим последний фактор – итоговую долю компании-покупателя в акционерном капитале компании-цели. Распределение сделок относительно итоговой доли в докризисный период представлено на рис. 6.

В докризисный период было совершено 55% сделок, в результате которых компания-покупатель получила 99% акций и более, 45% сделок, в результате которых компания-покупатель завладела от 51–98,9% акций компании-цели. Положительная избыточная доходность на «окнах» $(-1;+1)$ и $(-4;+4)$ была обнаружена в меньшинстве сделок обоих типов. Доходность на «окне» $(-7;+7)$ была достигнута в большинстве сделок обоих типов.

В период кризиса в большинстве сделок компания-покупатель после совершения сделки завладела от 51% до 98,9%. Именно в большей части этих сделок была достигнута положительная избыточная доходность на «окнах» $(-4;+4)$ и $(-7;+7)$. На «окне» $(-1;+1)$ была достигнута положительная избыточная доходность в обоих типах сделок.

После окончания кризиса компании продолжали преимущественно завладевать 99–100% акций компаний-целей после осуществления сделок. Однако подобные сделки более чем в половине случаев не приносили положительную доходность на «окне» наблюдения $(-1;+1)$ и $(-4;+4)$, в отличие от сделок, в результате которых в распоряжении компании-покупателя образовывалось от 51–98,9%. Оба типа сделок принесли в большем количестве сделок положительную доходность на «окне» $(-7;+7)$.

Таким образом, гипотеза о том, что в разные периоды фактор итоговой доли компании-покупателя влиял на доходность по-разному, подтверждается. В целом гипотеза 2 полностью подтверждена. Также мы подтвердили результаты М.Е. Akbulut, J.G. Matsusaka [16] и доказали, что сделки диверсификации в большинстве случаев приносят отрицательную накопленную избыточную доходность. Результаты Н. Shahrur и А. Venkateswaran [17], а также С.Р. Maquieria, W.L. Megginson, L. Nail [18] тоже подтвердились. Были опровергнуты результаты исследования Н. Kiyamaz [19] и результаты J. Doukas, N.G. Travlos [7]. В данных работах было доказано, что сделки диверсификации положительно влияют на избыточную доходность. Кроме того, подтверждены результаты исследования А. Liao и J. Williams [20], а также S.K. Bhaumik и E. Selarka [21], в работах которых было доказано на примере банковского сектора в странах с развивающейся экономикой, что избыточная доходность компании-покупателя зависит от приобретаемой доли.

Результаты исследования гипотезы 1 доказали, что при совершении сделок слияния и поглощения российскими компаниями банковского сектора накопленная избыточная доходность компании-покупателя положительна в большинстве случаев на «окнах» наблюдения $(-1;+1)$. Также результатами исследования гипотезы 2 было доказано, что в сделках диверсификации избыточная доходность достигается реже, чем при сделках концентрации капитала в одной отрасли. Объем приобретаемой доли, а также количество акций в компании-цели у компании-покупателя после завершения сделки в целом не влияют на значение накопленной избыточной доходности покупателя.

Таблица 1

Методики ретроспективной оценки эффективности сделок

Метод	Характеристика	Представитель
Анализ финансовой отчетности	В данном методе целью является расчет и анализ финансовых показателей компании до и после сделки и сравнение с показателями компаний-аналогов из той же отрасли экономики, которые не участвовали в сделках за исследуемый период. В качестве финансовых показателей выбирается рентабельность активов, собственного капитала, а также показатель доходности на акцию и т.д.	R. Harris, D. Ravenscraft [1]; K. Ramaswamy [2]
Опросы менеджеров	В данном методе проводится опрос менеджеров крупных компаний, совершавших в прошлом сделки. Опрашиваемым предлагается ответить на ряд вопросов, ответы обобщаются и анализируются	M. Hitt, D. Vaidyanath, V. Pisano [3]; J.T. Leverty, Y. Qian [4]
Анализ конкретных сделок	Каждая работа рассматривает сделку по отдельности, детально анализируя при этом организационную и финансовую структуру компании до и после слияния. В данном методе так же, как и в предыдущем, проводятся опросы акционеров, менеджмента и сотрудников	R. Bruner [5]
Метод избыточной доходности	Метод исследует эффективность осуществления сделки с позиции акционеров компании, рассчитывая накопленную избыточную кумулятивную доходность (CAR). Данная доходность вычисляется как разница между дневной среднерыночной доходностью индекса и дневной нормальной доходностью. Полученные дневные результаты суммируются. Эта методика применяется на разных «окнах» наблюдения	A. Wong, Kui Yin Cheung [6]; J. Doukas, N.G. Travlos [7]; H. Sharur [8]; З.И. Хусаинов [9]; И.В. Ивашковская, С.А. Шамраева, Е.Е. Григориади [10]

Таблица 2

Описательная статистика накопленной избыточной доходности на «окне» наблюдения (-7;+7) в период 2006–2014 гг.

CAR [-7;7]	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Математическое ожидание	-0,036	-0,006	0,036	0,043	0,020	0,004	-0,009	-0,008	-0,044
Медиана	-0,076	-0,004	-0,003	0,065	0,004	-0,006	-0,011	-0,008	0,004
Максимальное значение	0,116	0,059	0,498	0,279	0,173	0,121	0,147	0,062	0,295
Минимальное значение	-0,076	-0,050	-0,371	-0,285	-0,064	-0,046	-0,111	-0,062	-0,999
Станд. отклон.	0,066	0,032	0,177	0,112	0,072	0,052	0,058	0,043	0,256
Асимметрия	1,175	0,316	0,744	-0,559	1,270	1,277	0,565	0,206	-2,762
Эксцесс	2,700	2,233	5,138	4,026	3,610	3,480	4,407	1,872	11,702
Харке-Бера	4,911	0,576	5,654	3,167	5,686	3,097	2,578	0,540	84,111
Вероятность	0,086	0,750	0,059	0,205	0,058	0,213	0,276	0,763	0,000

Таблица 3

При данных значениях фактора DIVER достигалась положительная доходность в большинстве сделок

Значения CAR	До кризиса	В кризис	После кризиса
-1;+1	-	-	-
-4;+4	Внутриотраслевые сделки	Сделки диверсификации	Сделки диверсификации и внутриотраслевые сделки
-7;+7	Сделки диверсификации	Сделки диверсификации	-

Таблица 4

При данных значениях фактора ACQS достигалась положительная доходность в большинстве сделок

Значения CAR	До кризиса	В кризис	После кризиса
-1;+1	–	1–51%; 51% и более	–
-4;+4	1–51%; 51% и более	1–51%; 51% и более	1–51%; 51% и более
-7;+7	1–51%	1–51%; 51% и более	1–51%; 51% и более

Рисунок 1

Количество сделок из первой выборки исследования

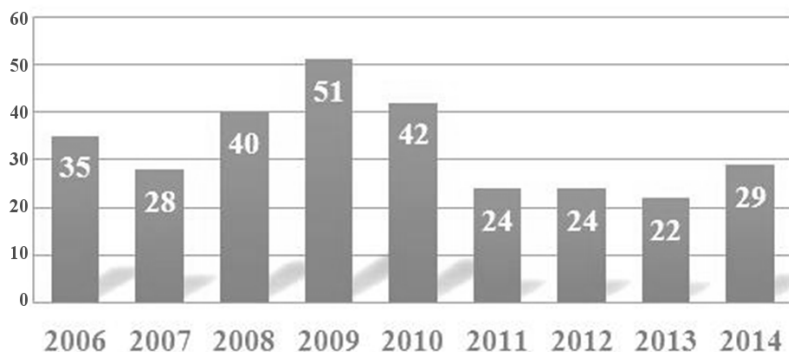
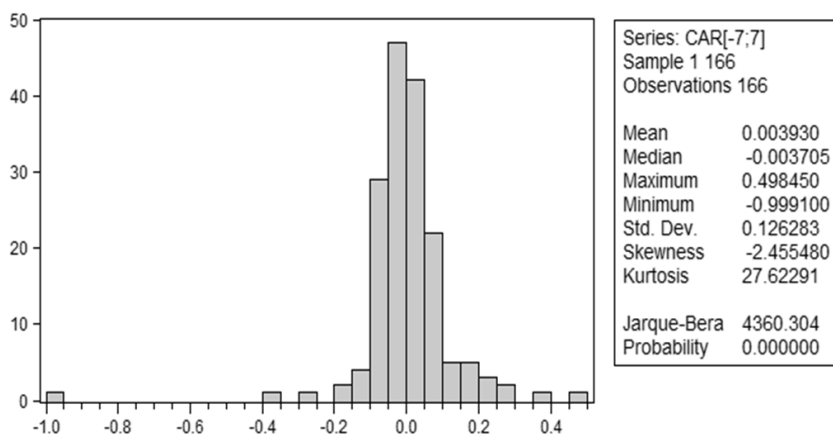


Рисунок 2

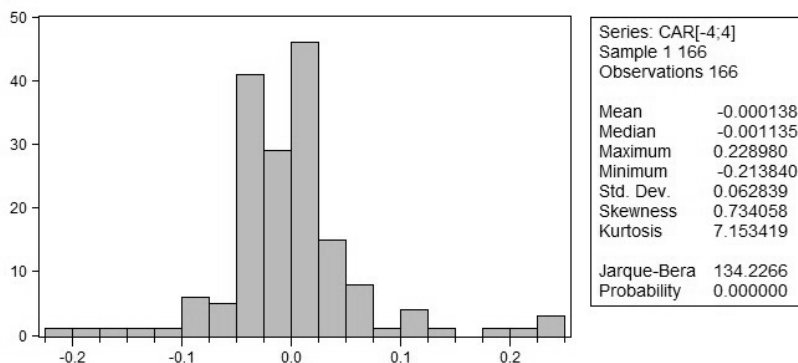
Гистограмма накопленной избыточной доходности за период (-7;+7) и соответствующие данные статистики (компьютерное отображение)



Примечание. Mean – математическое ожидание, Median – медиана, Maximum – максимальное значение, Minimum – минимальное значение, Std. Dev. – стандартное отклонение, Skewness – коэффициенты асимметрии, Kurtosis – эксцесс, Jarque-Bera – значение статистики Харке–Бера, Probability – соответствующее P-значение.

Рисунок 3

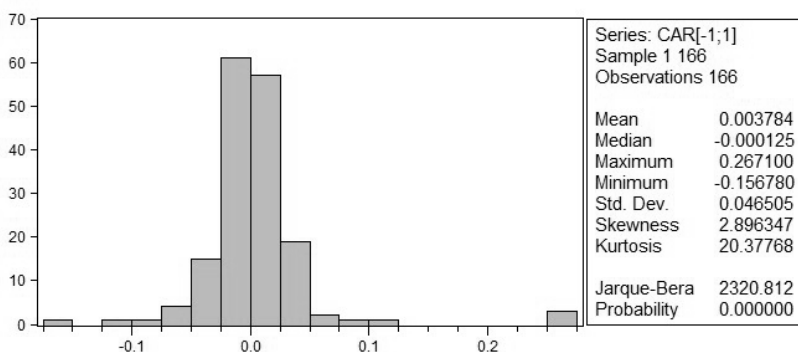
Гистограмма накопленной избыточной доходности за период (-4;+4) и соответствующие данные статистики (компьютерное отображение)



Примечание. Mean – математическое ожидание, Median – медиана, Maximum – максимальное значение, Minimum – минимальное значение, Std. Dev. – стандартное отклонение, Skewness – коэффициенты асимметрии, Kurtosis – эксцесс, Jarque-Bera – значение статистики Харке–Бера, Probability – соответствующее P-значение.

Рисунок 4

Гистограмма накопленной избыточной доходности за период (-1;+1) и соответствующие данные статистики (компьютерное отображение)



Примечание. Mean – математическое ожидание, Median – медиана, Maximum – максимальное значение, Minimum – минимальное значение, Std. Dev. – стандартное отклонение, Skewness – коэффициенты асимметрии, Kurtosis – эксцесс, Jarque-Bera – значение статистики Харке–Бера, Probability – соответствующее P-значение.

Рисунок 5

Анализ связи избыточной доходности и фактора диверсификации до кризиса (компьютерное отображение)

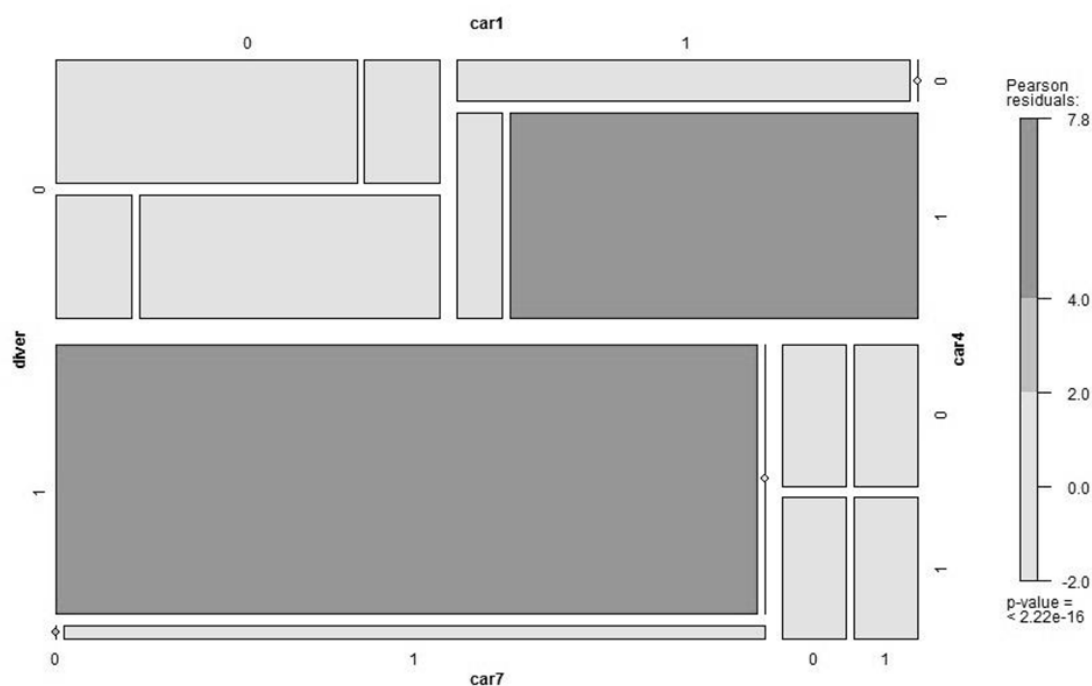
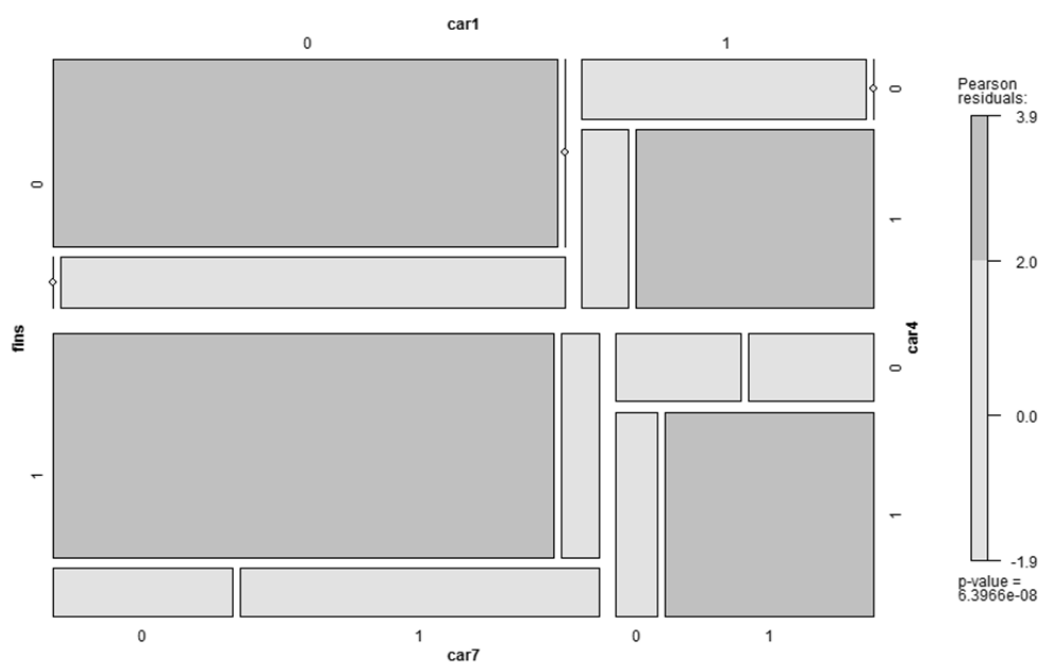


Рисунок 6

Анализ связи избыточной доходности и фактора итоговой доли до кризиса (компьютерное отображение)



Список литературы

1. Harris R., Ravenscraft D. The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market // The Journal of Finance. 1991. Vol. 46. Iss. 3. P. 825–844. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03767.x
2. Ramaswamy K. The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry // Academy of Management Journal. 1997. Vol. 40. № 3. P. 697–715.

3. *Hitt M., Vaidyanath D., Pisano V.* Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future // *Journal of International Management*. 2004. № 10. P. 307–353.
4. *Leverly J.T., Qian Y.* Do Efficient Firms Make Better Acquisitions? URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1348830.
5. *Bruner R.* An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and Proposed Merger of Volvo and Renault // *Journal of Financial Economics*. 1999. № 51. P. 125–166.
6. *Wong A., Kui-Yin Cheung.* The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia // *International Journal of Economics and Finance*. 2009. Vol. 1. № 2. P. 274–283.
7. *Doukas J., Travlos N.G.* The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions // *The Journal of Finance*. 1988. Vol. 43. Iss. 5. P. 1161–1175.
8. *Shahrur H.* Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers // *Journal of Financial Economics*. 2005. № 76. P. 61–98.
9. *Хусаинов З.И.* Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика // *Корпоративные финансы*. 2008. № 1. С. 12–33.
10. *Ивашковская И.В., Шамраева С.А., Григориади Е.Е.* Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы БРИК // *Экономический журнал ВШЭ*. 2009. № 3. С. 360–382.
11. *Bruner R.* Does M&A pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker // *Journal of Applied Finance*. 2002. № 12(1). P. 48–69.
12. *Brown S., Warner J.* Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies // *Journal of Financial Economics*. 1985. № 14. P. 3–31.
13. *Pablo E.* Cross-border diversification through M&As in Latin America // *Journal of Business Research*. 2013. № 66. P. 425–430.
14. *Rani N., Yadav S.S., Jain P.K.* Impact of mergers and acquisitions on returns to shareholders of acquiring firms: Indian economy in perspective // *Journal of Financial Management and Analysis*. 2012. Vol. 25. № 1.
15. *Sehgal S., Banerjee S., Deisting F.* The Impact of M&A announcement and financing strategy on stock returns: Evidence from BRICKS markets // *International Journal of Economics and Finance*. 2012. Vol. 4. Iss. 11. P. 76–90.
16. *Akbulut M.E., Matsusaka J.G.* 50+ Years of Diversification Announcements // *The Financial Review*. 2010. Vol. 45. Iss. 2. P. 231–262.
17. *Shahrur H., Venkateswaran A.* Industry prospects and acquirer returns in diversifying takeovers. URL: <https://www.binghamton.edu/som/files/Shahrur%20and%20Venkateswaran.pdf>.
18. *Maquieria C.P., Megginson W.L., Nail L.* Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers // *Journal of Financial Economics*. 1998. № 48(1). P. 3–33.
19. *Kiyamaz H.* Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors // *Journal of Banking & Finance*. 2004. Vol. 28(6). P. 1413–1439.
20. *Liao A., Williams J.* Do win-win outcomes exist? A study of cross-border M&A transactions in emerging markets. URL: <http://urlid.ru/abv3>.
21. *Bhaumik S.K., Selarka E.* Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India // *Journal of Corporate Finance*. 2012. Vol. 18. Iss. 4. P. 717–726.

ESTIMATING THE EFFICIENCY OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE BANKING SECTOR OF THE RUSSIAN FEDERATION**Elena A. FEDOROVA^{a*}, Pavel I. RYBALKIN^b**^a Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
ecolena@mail.ru^b Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
rybalkinpavel93@gmail.com

• Corresponding author

Article history:

Received 3 August 2015

Accepted 21 October 2015

JEL classification: G21, G34**Keywords:** shares, banks, Russian Federation, abnormal return, market yield**Abstract****Subject** The article considers mergers and acquisitions (M&A) in the Russian banking sector.**Objectives** The purpose is to evaluate the M&A performance in the Russian banking sector over 2006–2014, and identify factors affecting the efficiency.**Methods** We systematized and described the main approaches to assessing the M&A effectiveness, focusing on the accumulated excess return. The research rests on the cumulative excess return method and statistical analysis.**Results** We reviewed 166 mergers and acquisitions over 2006–2014 initiated by banks (rather than other type of financial and credit institution). The study proved our two hypotheses we suggested. First, the acquirer achieves positive cumulative excess return within a short-term observation window. Second, characteristics of transaction (the size of acquired share, the country of the target company, diversification) have different effects on the accumulated excess return of the acquirer, depending on the period in which the transaction was made (before, during, or after crisis).**Conclusions** In the same industry, diversifying transactions achieve accumulated positive excess return less frequently than transactions aimed at concentration of capital.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Harris R., Ravenscraft D. The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 3, pp. 825–844. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03767.x
2. Ramaswamy K. The Performance Impact of Strategic Similarity in Horizontal Mergers: Evidence from the U.S. Banking Industry. *Academy of Management Journal*, 1997, vol. 40, no. 3, pp. 697–715.
3. Hitt M., Vaidyanath D., Pisano V. Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future. *Journal of International Management*, 2004, no. 10, pp. 307–353.
4. Leverty J.T., Qian Y. Do Efficient Firms Make Better Acquisitions? Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1348830.
5. Bruner R. An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and Proposed Merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, 1999, no. 51, pp. 125–166.
6. Wong A., Kui-Yin Cheung. The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia. *International Journal of Economics and Finance*, 2009, vol. 1, no. 2, pp. 274–283.
7. Doukas J., Travlos N.G. The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions. *The Journal of Finance*, 1988, vol. 43, iss. 5, pp. 1161–1175.
8. Shahrur H. Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers. *Journal of Financial Economics*, 2005, no. 76, pp. 61–98.
9. Khusainov Z.I. Otsenka effektivnosti sdelok sliyanii i pogloshchenii: integrirovannaya metodika [Evaluation of the efficiency of mergers and acquisitions: an integrated methodology]. *Korporativnyye finansy = Corporate Finance*, 2008, no. 1, pp. 12–33.

10. Ivashkovskaya I.V., Shamraeva S.A., Grigoriadi E.E. Empiricheskii analiz effektivnosti korporativnoi diversifikatsii na rastushchikh rynkakh kapitala na primere gruppy BRIK [An empirical analysis of the corporate diversification efficiency in growing capital markets: Evidence from the BRIC group]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE = HSE Economic Journal*, 2009, no. 3, pp. 360–382.
11. Bruner R. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, 2002, no. 12(1), pp. 48–69.
12. Brown S., Warner J. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 1985, no. 14, pp. 3–31.
13. Pablo E. Cross-border Diversification through M&As in Latin America. *Journal of Business Research*, 2013, no. 66, pp. 425–430.
14. Rani N., Yadav S.S., Jain P.K. Impact of Mergers and Acquisitions on Returns to Shareholders of Acquiring Firms: Indian Economy in Perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 2012, vol. 25, no. 1.
15. Sehgal S., Banerjee S., Deisting F. The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, vol. 4, iss. 11, pp. 76–90.
16. Akbulut M.E., Matsusaka J.G. 50+ Years of Diversification Announcements. *The Financial Review*, 2010, vol. 45, iss. 2, pp. 231–262.
17. Shahrur H., Venkateswaran A. Industry Prospects and Acquirers' Returns in Diversifying Takeovers. Available at: <https://www.binghamton.edu/som/files/Shahrur%20and%20Venkateswaran.pdf>.
18. Maquieria C.P., Megginson W.L., Nail L. Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-Stock Mergers. *Journal of Financial Economics*, 1998, no. 48(1), pp. 3–33.
19. Kiyamaz H. Cross-border Acquisitions of US Financial Institutions: Impact of Macroeconomic Factors. *Journal of Banking & Finance*, 2004, vol. 28(6), pp. 1413–1439.
20. Liao A., Williams J. Do Win-Win Outcomes Exist? A Study of Cross-border M&A Transactions in Emerging Markets. Available at: <http://urlid.ru/abv3>.
21. Bhaumik S.K., Selarka E. Does Ownership Concentration Improve M&A Outcomes in Emerging Markets? Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, iss. 4, pp. 717–726.